

capitale di rischio anche per le imprese di media dimensione essendo, di solito, i mercati non regolamentati meno costosi di quelli regolamentati⁴.

Da un recente studio relativo al periodo 2003-2009 emerge che i costi di ammissione a quotazione nei mercati gestiti da Borsa italiana si sono ridotti per le medie e grandi imprese mentre sono cresciuti per le imprese di minore dimensione⁵; tale andamento è difforme da quello registrato per altri mercati europei e statunitensi, che, nella maggior parte dei casi, hanno incrementato le tariffe per tutti gli emittenti. I costi di permanenza sul listino di Borsa Italiana mostrano, nel medesimo periodo, una contrazione per tutte le classi dimensionali (sebbene essa sia più marcata per gli emittenti più grandi); in ambito internazionale, invece, tutti i mercati considerati, ad eccezione del LSE, si connotano per un incremento più o meno marcato. Dal confronto internazionale degli schemi di tariffazione per il 2009 si evince, infine, che rispetto ad altri mercati la Borsa Italiana risulta più costosa soprattutto per le grandi imprese.

Per quanto riguarda le opportunità di quotazione emerse per le PMI, i vantaggi offerti dall'Mtf Aim Italia rispetto al mercato azionario regolamentato sembrerebbero legati soprattutto ai meno stringenti requisiti di ammissione, poiché, Borsa Italiana applica alle imprese dell'Aim Italia sostanzialmente la medesima struttura tariffaria del mercato telematico azionario⁶.

3. *Le opzioni di policy per incentivare lo sviluppo del mercato azionario e il ruolo della CONSOB*

La CONSOB ha ruolo decisivo nel disegnare un quadro regolamentare funzionale alla crescita del mercato dei capitali. Il TUF assegna infatti alla CONSOB il delicato ruolo di ricercare il punto di bilanciamento più equilibrato nella gestione del *trade-off* che inevitabilmente si pone fra protezione degli investitori e incentivazione dello sviluppo dei mercati. L'esperienza mostra che la gestione di questo *trade-off* dipende dalle situazioni congiunturali e dalle fasi cicliche dei mercati finanziari che possono portare, in determinate circostanze, ad una *de-* o ad una *over-regulation*.

Ad esempio, secondo alcuni osservatori, i provvedimenti varati negli USA dopo gli scandali Enron e Worldcom hanno portato a un eccesso di regolazione, che ha penalizzato la posizione

⁴ In linea di principio, stante l'attuale quadro regolamentare i riflessi sui costi a carico di un emittente possono essere significativi: basti pensare, ad esempio, che una società che si rivolga solo a investitori istituzionali può chiedere l'ammissione alla negoziazione in un *primary* Mtf limitandosi a redigere un documento informativo (cosiddetta *offering circular*) più semplice del prospetto e che non necessita di un preventivo esame da parte delle Autorità di vigilanza.

⁵ Si veda M. Gerani e V. Lazzari, "Going Public and Listing Fees Around the World", in *Trends in the European Securities Industry*, 2010, Egea. Oltre ai mercati gestiti da Borsa Italiana, sono stati considerati il London Stock Exchange, Deutsche Borse, NYSE, NASDAQ, Toronto Stock Exchange, Euronext.

⁶ Si veda Gerani e Lazzari (op. cit.). Gli altri mercati considerati sono Aim London, Entry Standard e Alternext.

competitiva del sistema finanziario americano, e a una riduzione delle nuove quotazioni sul NYSE. Alla stessa maniera, nel nostro paese le reazioni agli scandali Cirio e Parmalat hanno portato all'introduzione di un quadro regolamentare che, in alcuni settori, ha accresciuto il livello delle tutele per i risparmiatori al di sopra di quelli previsti dalla disciplina comunitaria, ma che può avere inciso negativamente sulle prospettive di crescita del mercato azionario.

In un mercato dei capitali integrato, quale è quello comunitario, la competizione fra ordinamenti può creare spazi per arbitraggi fra giurisdizioni tali da rendere in realtà il *trade-off* fra protezione degli investitori e sviluppo dei mercati solo apparente. Un eccesso di protezione che aumenta i costi della regolazione può portare a uno spostamento delle attività di intermediazione finanziaria verso giurisdizioni più permissive e l'utilizzo del passaporto europeo consentire poi a intermediari ed emittenti di raccogliere risorse nel nostro paese rimanendo sottoposti agli standard di vigilanza del paese di provenienza.

Vi è dunque il rischio che la competizione fra ordinamenti porti alla cosiddetta *race-to-the-bottom* nel disegno delle regole – e soprattutto nelle modalità interpretative e nelle prassi di vigilanza – in relazione agli spazi di autonomia che le direttive di settore hanno lasciato agli Stati membri. Si può cioè creare un *gap* competitivo fra i paesi tradizionalmente più rigorosi nell'attuazione e applicazione delle norme europee, come il nostro, e altri paesi più inclini al recepimento e all'*enforcement* minimale delle norme europee per ciò che riguarda, in particolare, il sistema di regole e incentivi che condizionano lo sviluppo del mercato di borsa e l'ampliamento del listino.

Uno degli adempimenti centrali per la quotazione in borsa è rappresentato dalla predisposizione del prospetto informativo, i cui contenuti e struttura sono disciplinati da un Regolamento comunitario direttamente applicabile in tutti i paesi membri. La disciplina comunitaria prevede che le Autorità debbano compiere controlli relativamente alla completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni, ma non detta le modalità concrete di esercizio di questi controlli, lasciando spazio ad approcci molto diversi fra le Autorità europee. Si sono infatti affermate prassi eterogenee che vanno da un approccio cosiddetto di *box-ticking* (semplice verifica della presenza delle informazioni previste dalla disciplina comunitaria) fino, all'estremo opposto, a controlli di merito che portano a significative richieste di supplementi e integrazioni di informativa.

Naturalmente, prassi di vigilanza più o meno intrusive incidono sui tempi di approvazione del prospetto, elemento questo che è ritenuto dall'industria uno

dei fattori critici per incentivare l'accesso al mercato di borsa, ma ovviamente anche sul livello di protezione degli investitori. In realtà, è necessario prendere atto che l'informativa contenuta nei prospetti informativi è divenuta nel tempo sempre più complessa e tecnica rispetto alle competenze e alla cultura finanziaria degli investitori al dettaglio. Il prospetto informativo è infatti un documento altamente sofisticato, costruito per soddisfare le esigenze conoscitive di analisti finanziari e investitori professionali. Ai fini della tutela degli investitori, più che sull'informativa da prospetto, appare necessario puntare sull'informativa sul prodotto che gli intermediari collocatori sono tenuti a fornire alla clientela nell'ambito dei doveri di trasparenza e correttezza previsti dalla disciplina sulla prestazione di servizi di investimento (MiFID). In quest'ottica, saranno gli intermediari a veicolare alla clientela in maniera appropriata l'informazione sul prodotto o sull'emittente che essi potranno rilevare dal prospetto informativo. Se si accetta questa impostazione, è possibile che un abbassamento degli standard e della pervasività dei controlli preventivi sul prospetto informativo, con una conseguente forte riduzione dei tempi di approvazione, non implichi necessariamente un minore livello di tutele per i risparmiatori al dettaglio. Nella misura in cui vi fossero spazi di modifica alla disciplina comunitaria e sufficiente consenso politico, si potrebbe anche ipotizzare l'eliminazione del nulla-osta preventivo alla pubblicazione del prospetto da parte della CONSOB, mutuando l'approccio della disciplina attualmente in vigore per i fondi comuni di investimento.

Un altro aspetto che può configurare un elemento di criticità nel processo di quotazione riguarda la ripartizione di compiti fra CONSOB e Borsa Italiana. La funzione di *listing* implica una delicata gestione del *trade-off* fra sviluppo del mercato e protezione degli investitori, poiché essa può essere interpretata come una forma particolare di rating, risolvendosi nell'accertamento dell'idoneità dell'impresa a emettere passività oggetto di negoziazione su mercati aperti ai risparmiatori al dettaglio. La scelta del legislatore del TUF è stata quella di affidare la funzione del *listing* alla società di gestione del mercato, separandola dalla funzione di controllo del prospetto, affidata invece alla CONSOB. L'ipotesi di un'eventuale riallocazione in capo alla CONSOB dell'attività di *listing* è una scelta che richiede un'attenta valutazione del rapporto costi/benefici.

La (ri)attribuzione del listing alla CONSOB potrebbe rendere più agevole il processo di quotazione poiché consentirebbe di sfruttare le sinergie informative fra tale funzione e quella del controllo del prospetto. Allo stato attuale, infatti, il processo di quotazione prevede una doppia

istruttoria che insiste su profili formalmente diversi, quello di mera trasparenza per il prospetto e quello più sostanziale e di merito per il listing, ma si basa in larga misura sullo stesso patrimonio informativo; ciò costringe l'emittente a una doppia interlocuzione per la produzione di dati e informazioni in larga misura simili. L'attribuzione del listing alla CONSOB potrebbe inoltre contribuire a livellare il campo di gioco e rendere più equilibrata la competizione fra mercati regolamentati e Mtf. Infatti, gli Mtf cosiddetti passivi (nel senso prima chiarito, cioè quelli che offrono servizi di negoziazione su titoli quotati su mercati regolamentati senza il consenso dell'emittente) fanno free riding sugli investimenti che le borse tradizionali effettuano per selezionare e valutare le imprese.

L'attività di listing, adeguatamente regolata e supervisionata, ha delle esternalità positive per il sistema finanziario nel suo complesso e la società di gestione del mercato potrebbe non riuscire ad internalizzare completamente i benefici di tale attività. È possibile, in altri termini, che i costi dell'attività di listing superino i ricavi (dati dalle fee che le imprese devono pagare per l'accesso e la permanenza sul listino) e che quindi la funzione del listing possa generare delle perdite⁷. Ciò a sua volta potrebbe alterare la struttura di incentivi delle borse, conducendole ad operare scelte sub-ottimali (stabilendo, ad esempio, requisiti di ammissione blandi o investendo meno risorse in tale attività). L'assegnazione del listing alla CONSOB potrebbe poi eliminare il problema dei conflitti di interessi che condizionano soggetti profit-oriented quali le borse.

Non esistono tuttavia chiare evidenze che i conflitti di interessi abbiano condizionato negativamente la "qualità" e l'integrità del processo di listing delle borse, sebbene l'esperienza dell'ultimo decennio possa far supporre che esse abbiano adottato un approccio pro-ciclico (cioè molto conservative nelle fasi negative del ciclo e più permissive nelle fasi di forte crescita dei corsi azionari); né vi sono chiare evidenze che il listing generi perdite per le borse. D'altra parte, proprio le maggiori pressioni competitive potrebbero anche favorire percorsi virtuosi, coinvolgendo le borse in una race to the top nello svolgimento della funzione di listing, perché gli emittenti potrebbero essere disposti a sostenere costi di listing più elevati, sapendo che l'ammissione a quotazione da parte di una borsa offrirà in seguito maggiore liquidità anche presso altri sistemi di negoziazione, e perché le stesse borse devono preservare il proprio capitale reputazionale e aumentare la liquidità. Inoltre, un soggetto profit-oriented può avere maggiori incentivi ad adottare un approccio market-friendly e la necessaria flessibilità nel disegnare un sistema di requisiti minimi che tenga conto del tessuto produttivo e della tipologia di imprese potenzialmente quotabili.

La scelta se attribuire il *listing* alla CONSOB è dunque complessa e implica valutazioni delicate. Essa non potrebbe certo tradursi in una semplice modifica del Testo Unico della Finanza, volta a riprodurre l'approccio regolamentare e di vigilanza antecedente al D. Lgs. 415/1996. Sarebbe invece necessario, eventualmente, adottare una prospettiva più ampia, considerando la possibilità di definire in modo più puntuale i requisiti e le caratteristiche

⁷ Ci potrebbe essere anche una cosiddetta *cross-subsidization* fra le *fee* per il *trading* (pagate dagli intermediari che aderiscono alle borse) e quelle per il *listing* (pagate dagli emittenti). E' possibile, infatti, che la domanda di servizi di negoziazione da parte degli intermediari sia meno elastica rispetto alla domanda di servizi di *listing* da parte degli emittenti (perché gli intermediari possono più facilmente traslare gli incrementi di prezzo sugli investitori finali) e ciò, in assenza di concorrenza, consentirebbe alle borse di coprire le perdite (o i minori profitti) sull'attività di *listing* aumentando le tariffe per i servizi di *trading*.

organizzative dei segmenti dei mercati regolamentati nazionali, con particolare riguardo alla distinzione tra mercati regolamentati e mercati “ufficiali” (borse valori), al fine di rendere il sistema più flessibile e, pertanto, più rispondente alle esigenze del panorama finanziario italiano; si dovrebbe valutare l’eventuale esistenza di aree di sovrapposizione nelle competenze assegnate all’Autorità e alla società di gestione del mercato, nell’ottica del conseguimento di una maggiore efficienza ed efficacia del processo di ammissione a quotazione/negoziazione; si dovrebbe tenere conto poi delle richieste provenienti dalle società di gestione dei mercati regolamentati, che potrebbero voler operare con maggiore “flessibilità”, anche in tema di ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni, al pari degli Mtf.

La scelta di attribuire tale funzione ad un soggetto pubblico ricalcherebbe quella adottata nell’ordinamento inglese, dove l’Autorità ha enfatizzato l’analogia rispetto al rating, segmentando il giudizio implicito nel *listing* in due fasce: il *listing* cosiddetto “standard”, per le imprese che soddisfano i requisiti minimi della disciplina comunitaria, e il *listing* “*premium*”, per le imprese che si impegnano a rispettare regole più stringenti in tema di *corporate governance* e trasparenza (cosiddetti obblighi *super-equivalent*).

La funzione di listing, quale che sia la natura del soggetto chiamato a svolgerla, implica, sulla base della disciplina attualmente in vigore, valutazioni di merito delicate, quali ad esempio, soprattutto per le PMI di recente costituzione, quelle relative ai piani industriali e alla fondatezza e ragionevolezza delle ipotesi alla base di dati previsionali. Un altro aspetto che è oggetto di attenta valutazione riguarda l’adeguatezza degli assetti organizzativi e del sistema di controllo di gestione a garantire il rispetto degli obblighi informativi e procedurali connessi allo status di società quotata. Pur essendo il sistema di controllo di gestione un elemento fondamentale per il governo dell’impresa e per l’interazione con la comunità finanziaria, esso rappresenta un costo fisso che disincentiva fortemente la quotazione da parte delle imprese di minori dimensioni. Si dovrebbero valutare dunque ipotesi di graduazione del livello di sofisticazione richiesto in funzione della dimensione delle imprese.

Nell’ambito del processo di listing, sulla base delle regole dettate da Borsa Italiana, lo sponsor è chiamato ad attestare l’adeguatezza del sistema di controllo di gestione, mentre il responsabile del collocamento, in base alla disciplina di attuazione della normativa primaria, è chiamato a verificare la completezza dell’informativa da prospetto e la conformità ai fatti gestionali. Il confronto con l’industria ha posto in evidenza come queste incombenze implicino una due diligence complessa e non sempre fattibile nella tempistica prevista e dunque il loro adempimento espone gli intermediari a forti rischi reputazionali. Ciò ha fatto sì che si sia ridotta la platea di intermediari qualificati disposti ad offrire servizi di listing alle imprese, con conseguenze negative per le imprese in termini di concorrenzialità del settore e costi dei servizi. Appare dunque necessario verificare insieme a Borsa Italiana la possibilità di rivedere il sistema di responsabilità che grava in capo a sponsor e collocatori.

4. *Iniziative di mercato e interventi pubblici per rilanciare il mercato azionario delle medie imprese*

I costi regolamentari legati allo *status* di società quotata derivano tuttavia in larga misura da norme di matrice comunitaria (in particolare, la Direttiva Prospetto, la Direttiva *Transparency* e la Direttiva sugli abusi di mercato), divenute nel tempo sempre più complesse e articolate, che generano costi di *compliance* insostenibili per le imprese di minori dimensioni. Si tratta infatti di un quadro di regole che non prevede alcun livello di graduazione degli obblighi in funzione della dimensione delle imprese.

Questo è probabilmente uno dei motivi principali alla base del limitato successo dei progetti attuati da Borsa Italiana nel corso di oltre un decennio per creare strutture di mercato dedicate ad accogliere le imprese di medie dimensioni (Mercato Ristretto, Nuovo Mercato, Mercato Expandi, AIM *Italy*). Il confronto con l'industria e gli intermediari ha evidenziato tuttavia come vi sia anche un problema di fondo dal lato della domanda, legato alla difficoltà di generare un adeguato interesse degli investitori *retail*, sia sul mercato primario che secondario, a causa delle forti asimmetrie informative e degli elevati livelli di rischio che caratterizzano l'investimento in azioni di imprese di medie dimensioni. I mercati aperti ai *retail* sembrano quindi destinati a non avere successo, sia perché la domanda non risulta sufficiente a soddisfare le esigenze di ricapitalizzazione delle imprese, sia per la scarsa liquidità del mercato secondario.

Inoltre, anche là dove il mercato per le medie imprese fosse strutturato come Mtf – come nel caso dell'AIM Italy – il coinvolgimento del retail può non portare a una riduzione significativa dei costi di compliance per le imprese, poiché è prevista l'applicazione pressoché integrale della disciplina dettata per gli emittenti quotati su mercati regolamentati (Direttiva Prospetto se c'è un'offerta pubblica iniziale, parte della disciplina degli abusi di mercato per ciò che riguarda l'informativa price sensitive, altri oneri informativi legati alla disciplina domestica sui titoli diffusi, nella misura in cui l'offerta al retail porta la società ad assumere lo status di emittente diffuso). È dunque necessario che si sviluppino mercati per le medie imprese con requisiti regolamentari specifici, coinvolgimento esclusivo di investitori professionali, costi di ammissione e di permanenza parametrati alla dimensione delle imprese.

Il successo di iniziative di rilancio di mercati azionari per le medie imprese presuppone dunque la creazione di piattaforme riservate agli investitori professionali per minimizzare i costi di *compliance*, ma ovviamente il problema fondamentale rimane quello di definire delle misure per favorire lo sviluppo di

investitori specializzati nell'investimento in capitale di rischio delle piccole e medie imprese (*private equity* e *venture capital*). È dunque presupposto imprescindibile il potenziamento del ruolo degli investitori istituzionali specializzati nell'investimento in capitale di rischio delle imprese più giovani e innovative, soprattutto di quelle operanti nei settori tecnologicamente più avanzati. Da questo punto di vista, assume importanza strategica il recente provvedimento di revisione delle modalità di tassazione del risparmio gestito, con il passaggio da una tassazione sugli utili maturati a una sugli utili effettivamente realizzati, che sana un'anomalia tutta italiana che ha molto inciso sulle possibilità di sviluppo del settore. Tuttavia, per i fondi di *private equity* e *venture capital* è forse immaginabile un'ulteriore agevolazione fiscale sulle plusvalenze in fase di disinvestimento in ragione degli elevati rischi di questo segmento del risparmio gestito rispetto ai fondi tradizionali.

Un'altra possibilità è quella di incentivare lo sviluppo di modelli di *partnership* pubblico-privato simili al modello definito per il Fondo Italiano di Investimento (FII) promosso dal Ministero dell'Economia e dalla Cassa Depositi e Prestiti, dove il soggetto pubblico, oltre a fare da catalizzatore dell'iniziativa, potrebbe offrire garanzie verso i soggetti privati in termini di limitazione delle perdite massime in fase di disinvestimento (cosiddetta *down-side protection*) in modo da incentivare la partecipazione dei privati stessi. Tuttavia, per innescare un circuito virtuoso stabile, è necessario avere mercati azionari, riservati alle medie imprese, liquidi e ben sviluppati poiché la strategia di *exit* principale per i fondi di *private equity* rimane quella dell'IPO e della cessione della partecipazione nella fase di quotazione dell'impresa. C'è dunque un problema di circolarità e di simbiosi fra *private equity* e mercati di borsa per le medie imprese: ognuno ha bisogno dell'altro per crescere e svilupparsi. Sono dunque necessarie iniziative coordinate e integrate su entrambi i fronti per innescare un circolo virtuoso e raggiungere uno sviluppo sincrono e armonico di questi due comparti del sistema finanziario.

5. *Il potenziamento della piazza finanziaria italiana*

Oltre al problema di incentivare lo sviluppo del mercato azionario per le medie imprese, che rappresenta uno dei più importanti elementi di ritardo del nostro sistema finanziario, c'è un problema più generale di sviluppo delle strutture di *trading* e *post-trading* del nostro paese. Da questo punto di vista,

l'integrazione di Borsa Italiana nel gruppo LSE non ha sino ad ora generato i ritorni positivi sperati in termini di aumento della liquidità sul secondario, ampliamento della base di investitori attivi su azioni italiane e crescita del listino, sebbene ciò possa essere imputabile (quasi integralmente) al fatto che l'integrazione è avvenuta durante un periodo funestato da una delle più gravi crisi finanziarie dal Dopoguerra.

La recente integrazione del gruppo LSE con il gruppo canadese TMX – alla quale è poi seguito l'annuncio dell'integrazione fra il NYSE e la *Deutsche Borse* – rappresenta una risposta competitiva delle borse tradizionali alle pressioni concorrenziali sempre più intense esercitate dalle piattaforme alternative di *trading* (in particolare gli MTF). Il successo degli Mtf dipende dalle loro politiche di *pricing* aggressive e dalla capacità, tramite l'adozione di piattaforme tecnologicamente molto avanzate, di attrarre gli ordini degli investitori professionali più sofisticati che adottano strategie di trading basate su *software* e algoritmi computerizzati (cosiddetti *high frequency trading* – HFT). Il maggiore Mtf europeo (Chi-X) attrae un volume di ordini superiore a quello della borsa di Londra, offrendo la possibilità di negoziare tutte le principali *blue chip* europee.

La fusione fra il gruppo LSE e quello TMX dovrebbe consentire di realizzare economie di scala (utilizzo della stessa piattaforma di *trading* per un numero più ampio di intermediari) e di scopo (il gruppo potrà diversificare le attività integrando l'operatività sul mercato delle *commodity* sviluppato da TMX).

Non è però chiaro in che misura i risparmi di costo e i maggiori ricavi possano tradursi in vantaggi per le imprese e gli investitori finali. Non è neanche immediatamente evidente il vantaggio di avere una maggiore partecipazione di HFT su mercati con ampia partecipazione dei retail, poiché gli HFT, pur apportando nuova liquidità sul secondario, hanno strategie complesse che possono amplificare la volatilità nei periodi di maggiori turbolenze o innescare bolle speculative che possono disorientare gli investitori non professionali. Inoltre, l'annunciata adozione della piattaforma di trading del gruppo TMX rappresenterà per gli intermediari italiani il secondo cambio nel giro di pochi anni (dopo il passaggio alla piattaforma del LSE nel 2008), con costi significativi in termini di adeguamento tecnologico e di procedure. Permangono quindi dubbi circa l'interesse della piazza finanziaria domestica al coinvolgimento in operazioni dettate dalla volontà di attrarre sul mercato operatori sofisticati, che generano elevati volumi di trading ma il cui apporto in termini di "domanda netta" di capitale di rischio delle imprese italiane sarà verosimilmente marginale.

Il ruolo e le prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana, che la risposta strategica alle sfide competitive dovrebbe, in ogni caso, salvaguardare,

sono legate tuttavia all'evoluzione dell'integrazione fra LSE e TMX. Un profilo di possibile criticità riguarda, in primo luogo, il ruolo degli azionisti italiani che vedranno la propria partecipazione diluita e il numero dei propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione del nuovo gruppo diminuire. La progressiva riduzione del peso degli intermediari italiani nell'azionariato del gruppo potrebbe, di fatto, ridurre la possibilità che le competenze e le infrastrutture del mercato italiano vengano valorizzate al meglio. Appare, d'altro canto, d'interesse comune che gli attuali punti di forza dell'industria italiana dei servizi di negoziazione vengano salvaguardati e valorizzati anche nell'evoluzione futura delle strategie imprenditoriali del nuovo gruppo. Nell'accordo è previsto che il mercato italiano resti centro di scambio azionario e che vengano potenziate la piattaforma del reddito fisso (mercato MTS) e le attività delle strutture di *post-trading* italiane.

Il processo d'integrazione avrà riflessi anche sulle scelte di quotazione delle società italiane. Borsa Italiana resta la società di riferimento per le aziende italiane, ma dall'accordo sembra derivare alla borsa di Toronto la competenza sul *listing* e sui servizi all'emittente in generale. Se ciò equivale a dire che alla borsa canadese spetterà la guida della promozione commerciale del mercato azionario, è importante che tale attività sia svolta tenendo conto delle peculiarità del sistema italiano. Tale problematica si intreccia con le criticità derivanti dai costi di quotazione prima illustrate. In primo luogo, non si può dare per certo che lo sfruttamento di sinergie ed economie di scala si traduca in minori costi di *listing*. La fusione tra Borsa Italiana e LSE non ha, infatti, portato ad una riduzione dei costi di quotazione. Anche qualora ciò si realizzasse, non è detto che i minori costi di *listing* siano sufficienti ad attrarre le aziende verso il mercato azionario. Per incentivare la quotazione è importante ridurre la complessità dell'insieme degli adempimenti amministrativi e regolamentari richiesti in sede di ammissione alla quotazione. Su questo specifico aspetto la CONSOB intende esercitare un'azione di scrutinio sulle scelte che saranno compiute dal gruppo LSE e di valutazione delle potenziali ricadute sulla competitività della piazza finanziaria italiana.

Borsa Italiana ha apportato alcune eccellenze al gruppo LSE, quali i sistemi di post-trading (Cassa di Compensazione e Garanzia Spa e Monte Titoli Spa) e di trading sul reddito fisso (mercato MTS). Per ciò che riguarda il post-trading, sono emersi tuttavia ostacoli nel prendere a riferimento le strutture domestiche per l'intero gruppo, in parte per la ritrosia degli intermediari inglesi a usare Cassa di Compensazione e Garanzia come controparte centrale, ma anche per problemi operativi oggettivi legati alla difficoltà di integrazione delle operazioni di pagamento in sterline nel sistema di pagamenti in euro TARGET 2. Il gruppo canadese ha le sue strutture di post-trading che però

verosimilmente non potranno essere utilizzate dal gruppo LSE e quindi questo non fa venire meno la necessità di definire il ruolo strategico delle strutture italiane nell'ambito del nuovo gruppo.

6. *L'impatto dell'evoluzione del quadro regolamentare europeo*

A distanza di circa due anni dall'avvio delle prime riflessioni e proposte di intervento e dopo il raggiungimento di un delicato accordo politico, dal 1° gennaio 2011 è entrata in vigore la legislazione che definisce il nuovo assetto istituzionale europeo della vigilanza finanziaria. Essa prevede una complessa architettura fondata sull'istituzione del Consiglio Europeo per i Rischi Sistemici (*European Systemic Risk Board* - ESRB) e di tre Autorità europee con competenze settoriali, rispettivamente, per i mercati finanziari (ESMA), per le banche (EBA) e per le assicurazioni (EIOPA).

La nuova architettura delle Autorità di vigilanza mette in parte in discussione il modello Lamfalussy di produzione della normativa comunitaria, basato su direttive che definiscono i principi di *policy* (cosiddetto livello 1) e direttive o regolamenti che disciplinano invece gli elementi di dettaglio della regolamentazione (cosiddetto livello 2). Nonostante la produzione normativa si sia sempre più orientata verso direttive di armonizzazione massima (con divieto di cosiddetto *gold plating* da parte degli Stati membri) e regolamenti direttamente applicabili senza necessità di recepimento a livello nazionale, il modello Lamfalussy ha evidenziato alcuni limiti strutturali rispetto all'obiettivo di realizzare un'effettiva armonizzazione del quadro regolamentare e di "livellare il campo di gioco" per prevenire arbitraggi fra paesi e giurisdizioni.

Esistono infatti spazi per arbitraggi fra ordinamenti dettati, più che da differenze formali nel quadro giuridico, da divergenze nelle modalità tecniche di declinazione e applicazione della normativa comunitaria e da diversità nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori. Questa consapevolezza ha indotto il legislatore comunitario ad assegnare alle nuove Autorità europee un ruolo importante nel garantire l'effettivo allineamento del sistema di regolazione dei mercati finanziari in ambito europeo. Esse potranno infatti emanare standard tecnici giuridicamente vincolanti per le Autorità nazionali in materia di modalità interpretative e applicative della disciplina comunitaria (limitatamente, tuttavia, alle aree espressamente previste dalla normativa comunitaria di rango primario e dopo una procedura di *endorsement* da parte della Commissione Europea), al fine di definire un quadro regolamentare effettivamente armonizzato e

vincolante per le Autorità di vigilanza domestiche e assicurarne un'applicazione uniforme e coerente.

In materia di prassi e approcci di vigilanza, invece, le nuove Autorità europee potranno emanare delle raccomandazioni e linee guida che non saranno giuridicamente vincolanti per le Autorità nazionali, ma varrà il principio comply or explain.

Una delle principali sfide della nuova Autorità Europea per i mercati finanziari (*European Securities and Markets Authority* – ESMA) è quindi costituita dalla capacità di elaborare standard tecnici e linee guida che portino ad un effettivo livellamento del campo di gioco e ad una armonizzazione delle prassi di vigilanza, rimuovendo gli incentivi ad arbitraggi fra ordinamenti che hanno fortemente penalizzato il mercato finanziario domestico. L'esempio più evidente è rappresentato dall'industria del risparmio gestito, che ha ormai circa metà del patrimonio delocalizzato in Irlanda e Lussemburgo. Tale fenomeno dipende in larga misura dal fatto che le Autorità di tali paesi applicano standard di vigilanza diversi da quelli della CONSOB. La nuova disciplina di attuazione della direttiva di settore (cosiddetta UCITS IV) introduce un regime di armonizzazione massima che dovrebbe in parte mitigare il problema.

Come in precedenza argomentato, le modalità di esercizio della vigilanza sui prospetti informativi rimangono uno degli esempi più evidenti di come le prassi di vigilanza creino spazi per arbitraggi fra ordinamenti. Una delle priorità per l'ESMA, per realizzare un effettivo livellamento del campo di gioco, potrebbe essere quella di definire delle linee guida sulle prassi di vigilanza nell'approvazione dei prospetti. Allo stato attuale, infatti, il confronto con l'industria ha fatto emergere un giudizio di eccessiva lunghezza dei tempi di approvazione dei prospetti da parte della CONSOB, ma ciò sconta il confronto con ordinamenti che hanno prassi di vigilanza meno rigorose, o comunque diverse, che hanno finito per esercitare un impatto fortemente negativo sulla posizione competitiva della piazza finanziaria italiana.

Un altro aspetto di grande rilievo nel nuovo sistema di vigilanza europeo riguarda l'esplicito riconoscimento di un ruolo di vigilanza di macro-stabilità e di presidio dei rischi sistemici, cui è preposto in via prioritaria l'ESRB. Le nuove Autorità europee dovranno supportare l'ESRB, in particolare, nell'individuazione dei rischi sistemici che originano all'interno del sistema finanziario per i rispettivi comparti di competenza (banche, assicurazioni e mercati mobiliari), mentre all'ESRB è demandato il compito più ampio di

vigilanza macro-prudenziale e identificazione dei rischi che possono derivare dall'evoluzione complessiva degli squilibri macro-economici e dall'andamento congiunturale dell'economia reale.

L'ESRB avrà il potere di emanare i cosiddetti *warnings* o vere e proprie raccomandazioni (che tuttavia non saranno formalmente vincolanti) alle Autorità dei paesi membri, mentre, in situazioni di emergenza, l'ESMA (e le altre Autorità europee) dovrebbe agire per facilitare e coordinare le misure adottate dalle Autorità nazionali e potrà prendere direttamente decisioni vincolanti per le Autorità nazionali e singoli soggetti vigilati qualora ricorrano circostanze eccezionali (sebbene con una procedura complessa che potrebbe compromettere la tempestività di reazione rispetto a situazioni di mercato che precipitano molto rapidamente).

Ai cambiamenti di natura istituzionale appena descritti si va affiancando un ampio processo di revisione della disciplina comunitaria in materia di valori mobiliari. La Commissione Europea ha infatti recentemente avviato un processo di revisione delle principali direttive del settore dei mercati mobiliari (in particolare, la MiFID e la Direttiva sugli abusi di mercato) e sono in corso di definizione (o da poco emanate) le misure attuative di altre direttive recentemente riviste nel loro impianto di fondo (in particolare, la Direttiva sul risparmio gestito, cosiddetta UCITS IV, e la Direttiva Prospetto). A questo processo di revisione si affiancano due iniziative legislative nuove, in materia di vendite allo scoperto e di derivati OTC, che riflettono il dibattito emerso dopo la crisi finanziaria e quella del debito sovrano e le proposte avanzate da organismi internazionali quali il *Financial Stability Board* (FSB).

Questi processi normativi appaiono tuttavia caratterizzati da un approccio troppo settoriale, mentre gli sviluppi di mercato e l'innovazione finanziaria rendono indispensabile una visione più integrata e unitaria che vada nella direzione di armonizzare e standardizzare le regole di trasparenza e di condotta su tutto il perimetro dei prodotti finanziari che vengono distribuiti al retail. Inoltre, la disciplina di settore è divenuta sempre più ampia e articolata e delinea un quadro estremamente complesso, con alcune aree di sovrapposizione, che determina elevati costi di compliance per imprese e intermediari.

Tale consapevolezza ha spinto la Commissione Europea, nell'ambito del processo di definizione delle misure di implementazione della Direttiva Prospetto, a chiedere all'ESMA un parere tecnico sulle possibili misure di semplificazione del prospetto informativo per le piccole e medie imprese non quotate, per quelle quotate di ridotta capitalizzazione e per gli aumenti di capitale in opzione di tutte le imprese quotate (poiché, per tali emittenti, è disponibile un ampio quadro

informativo riveniente dall'adempimento degli obblighi di informativa continua e periodica previsti dalla Direttiva Transparency).

Nell'ambito dei lavori di revisione della MiFID, la Commissione Europea ha sottoposto a consultazione l'ipotesi di prevedere un regime più flessibile per la creazione di mercati per le piccole e medie imprese, secondo un approccio che dovrebbe renderne i requisiti di accesso proporzionati e adeguati alle specifiche caratteristiche e bisogni di tali emittenti. In tale ottica andrebbero disciplinati i requisiti organizzativi dei gestori delle piattaforme e i requisiti operativi dei sistemi di negoziazione, le condizioni di ammissione alle negoziazioni, il monitoraggio delle transazioni concluse su tali mercati e i requisiti per il regolamento efficiente delle operazioni concluse. Rimane da verificare in quale modo mercati disciplinati da tali disposizioni potrebbero innovare rispetto alle trading venues dedicate alle piccole e medie imprese che sono state istituite sulla base delle attuali disposizioni della MiFID (basti pensare, tra gli altri, ad Aim UK e Aim Italy).

Parimenti rilevanti per gli incentivi all'investimento azionario da parte dei risparmiatori retail potrebbero essere le modifiche proposte in materia di consulenza. Tali modifiche vanno nella direzione di favorire lo sviluppo della cosiddetta consulenza indipendente, cioè di un servizio di consulenza in cui l'intermediario è tenuto a prendere a riferimento un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari disponibili sul mercato (quindi non solo quelli di propria emissione o di società del gruppo) e a rifiutare qualsiasi pagamento o incentivo da soggetti diversi dal cliente (tipicamente l'emittente o la società di gestione dei prodotti oggetto di raccomandazione). Ulteriori proposte di modifica, che risultano in linea con gli sforzi già compiuti dalla CONSOB nell'ambito della propria attività di vigilanza ovvero nell'ambito delle iniziative regolamentari nazionali, riguardano i requisiti organizzativi che gli intermediari sarebbero tenuti ad adottare in fase di definizione delle politiche commerciali e del catalogo prodotti e servizi da offrire alla clientela e l'estensione delle regole di condotta della MiFID alla distribuzione di prodotti finanziari di propria emissione (tipicamente le obbligazioni bancarie).

Un impulso decisivo allo sviluppo dei mercati finanziari potrà venire anche dal potenziamento della trasparenza e dalla semplificazione dell'informazione veicolata ai risparmiatori all'atto delle scelte di investimento. Rendere più agevole la comprensione delle caratteristiche dei prodotti e del relativo profilo di rischio-rendimento non può che riflettersi positivamente sul grado di fiducia nell'integrità del sistema finanziario e, quindi, sulla partecipazione ai mercati finanziari e sulla diversificazione di portafoglio. L'esigenza di semplificazione è all'attenzione anche della Commissione Europea che, a partire dal 2009, ha avviato una riflessione su una possibile armonizzazione della disciplina dell'informativa pre-contrattuale a consegna obbligatoria all'investitore e delle regole di vendita dei prodotti finanziari più complessi, noti anche come prodotti "preassemblati" (cosiddetti packaged retail investment products o PRIPs). Tale progetto risponde alla necessità, più volte sottolineata dalla CONSOB, di eliminare gli spazi per arbitraggi regolamentari tra prodotti che, sebbene connotati da vesti giuridiche differenti, sono contigui sul piano economico e finanziario.

Con riguardo all'informativa di sintesi, in particolare, la Commissione Europea propone un documento di agevole comprensione, che riporti le informazioni essenziali per compiere scelte consapevoli d'investimento e per effettuare comparazioni tra prodotti alternativi. Ai fini della descrizione del profilo di rischio-rendimento la Commissione Europea intende seguire un approccio simile a quello che è alla base del cosiddetto Key Investor Information Document (KIID), già adottato per i prodotti del risparmio gestito (fondi comuni armonizzati), che prevede l'utilizzo di un indicatore sintetico di natura qualitativa. Con riferimento alle regole di vendita, inoltre, si propone di

standardizzare ed estendere ai prodotti preassemblati (oltre che ai prodotti assicurativi) le norme previste dalla MiFID in materia di condotta degli intermediari che distribuiscono prodotti finanziari.

Le linee evolutive del quadro regolamentare europeo fin qui sinteticamente delineate lasciano intravedere, dunque, un crescente “livellamento del campo di gioco” e una progressiva compressione degli spazi per arbitraggi regolamentari. All’armonizzazione delle regole deve corrispondere, tuttavia, anche una maggiore omogeneità delle prassi di vigilanza che, come si è già ricordato, sono ancora troppo difformi per consentire alle iniziative di rilancio del mercato azionario italiano di esplicare pienamente i propri effetti. In tal senso sarà cruciale l’azione della *European Securities and Markets Authority* (ESMA), che dovrà adoperarsi affinché si realizzi un’effettiva convergenza nelle prassi di vigilanza e nei sistemi sanzionatori, oltre che nelle modalità di interpretazione e applicazione della disciplina comunitaria. In tale contesto la CONSOB continuerà a impegnarsi affinché i processi di produzione normativa internazionali tengano adeguatamente conto delle specificità del sistema finanziario italiano e ne preservino la competitività, senza per questo pregiudicare la tutela degli investitori.

APPENDICE

Tav. a1 – Capitalizzazione e numero di società quotate sui mercati azionari dei principali paesi europei

(dati al 31/12/2010; valori monetari in miliardi di euro)

	Capitalizzazione		Capitalizzazione (% del Pil)		N. società domestiche quotate		N. nuove ammissioni
	2000	2010	2000	2010	2000	2010	2000-2010
Italia	818	423	68,7%	35,2%	297	286	160
Francia	1.541	1.425	106,8%	89,1%	967	901	633
Germania ¹	1.270	1.066	61,6%	49,2%	903	1.058	234
Regno Unito ²	2.537	2.292	139,6%	157,0%	2.193	1.624	1.911

Fonte: elaborazioni su dati delle Borse nazionali e Thomson Financial. Dati riferiti alle società domestiche quotate su mercati regolamentati e su Mtf dedicati alle piccole e medie imprese. ¹Dati relativi alla sola Borsa di Francoforte. ²I dati non includono gli *investment trust*.

Tav. a2 – Distribuzione per capitalizzazione delle società quotate nei principali paesi europei

(dati a febbraio 2011)

Capitalizzazione (milioni di euro)	Italia			Germania			Francia			Regno Unito		
	N	Quota sul totale	Quota sulla capitalizzazione	N	Quota sul totale	Quota sulla capitalizzazione	N	Quota sul totale	Quota sulla capitalizzazione	N	Quota sul totale	Quota sulla capitalizzazione
<50	84	28,9	0,4	734	63,9	0,8	470	50,9	0,5	836	49,9	0,6
50-300	103	35,4	2,9	230	20,0	2,6	236	25,6	2,0	436	26,1	2,4
300-2.000	70	24,1	13,6	112	9,8	7,8	123	13,3	6,8	267	16,0	9,8
2.000-10.000	22	7,6	20,0	45	3,9	16,0	62	6,7	20,8	95	5,7	18,5
>10.000	12	4,1	63,1	27	2,4	72,8	32	3,5	70,0	40	2,4	68,6
Totale	291			1.148			923			1.674		

Fonte: elaborazioni su dati delle Borse nazionali e Thomson Financial. I dati per la Germania riguardano le società quotate sulla Borsa di Francoforte e sulle altre borse locali.

Tav. a3 – Azioni di società domestiche quotate nei mercati dedicati alle piccole e medie imprese

(dati a febbraio 2011; valori monetari in milioni di euro)

	Numero di società domestiche quotate	Capitalizzazione
Regno Unito	968	65.503
Italia	19	351
Germania	127	16.824
Francia	136	4.846

Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial.

Tav. a4 – Modelli di controllo delle società italiane quotate in Borsa

(situazione al 31 dicembre)

	Società controllate di diritto		Società controllate di fatto		Società controllate da patto ²		Società cooperative		Società non controllate ³		Totale	
	numero	peso ¹	numero	peso ¹	numero	peso ¹	numero	peso ¹	numero	peso ¹	numero	peso ¹
1998	122	31,2	34	40,8	28	8,3	10	3,1	22	16,6	216	100,0
2008	137	17,4	55	48,8	57	13,4	8	5,2	32	15,2	289	100,0
2009	135	16,5	50	38,3	57	15,1	8	4,4	29	25,7	279	100,0
2010	129	20,6	49	43,2	53	12,1	8	3,4	32	20,7	271	100,0

Fonte: Archivio CONSOB sulla trasparenza proprietaria. ¹ Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa. ² Sono state classificate in questa categoria: (i) le società quotate, non controllate da un unico azionista, su cui alla data del 31 dicembre esisteva un accordo parasociale avente ad oggetto almeno il 20% del capitale sociale; (ii) le società quotate che sono controllate da una società non quotata, non controllata da un unico azionista, sul cui capitale esisteva alla data del 31 dicembre un patto parasociale avente ad oggetto la maggioranza del capitale. ³ Categoria residuale che comprende le società non assimilabili a nessuno dei precedenti modelli di controllo.

Tav. a5 – Società italiane quotate in Borsa interessate da *interlocking*

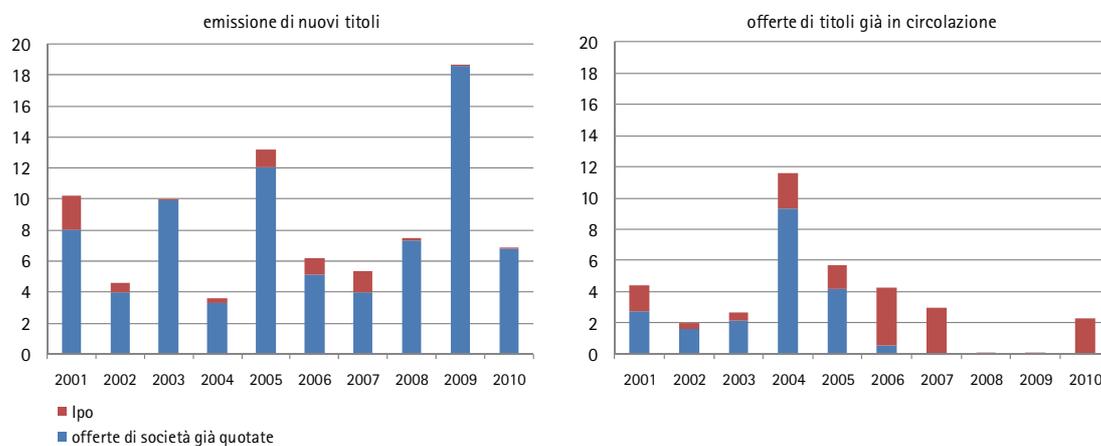
(situazione al 31 dicembre 2010)

Quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	Società non finanziarie		Società finanziarie	
	numero	peso	numero	peso
< 25%	124	56%	24	49%
<i>di cui senza incroci</i>	64	29%	6	12%
dal 25 al 50%	63	28%	16	33%
dal 50 al 75%	30	13%	8	16%
>75%	6	3%	1	2%
Totale	223	100%	49	100%

Fonte: Archivio CONSOB sugli organi societari.

Fig. a1 – Tipologia di offerte di azioni di società quotate italiane

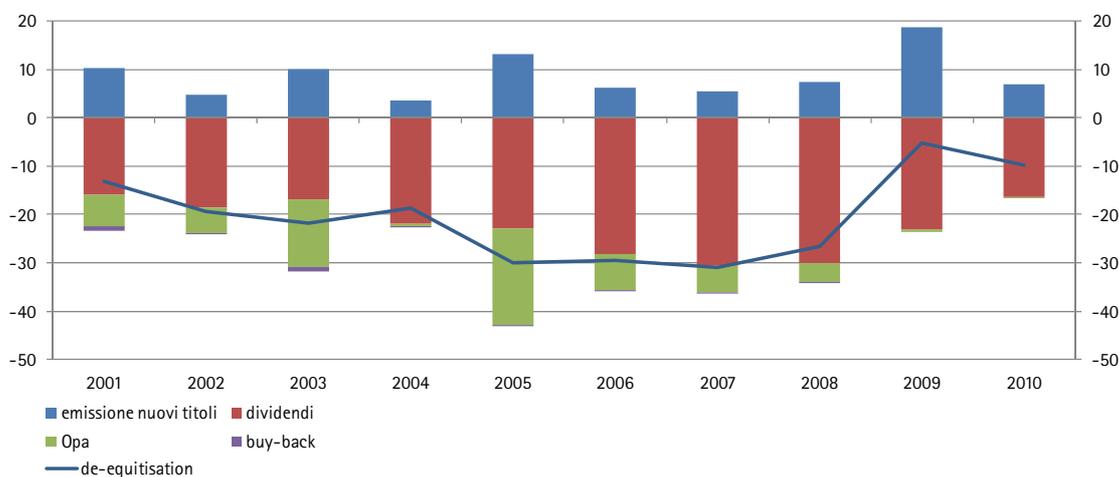
(2001-2010; miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana spa.

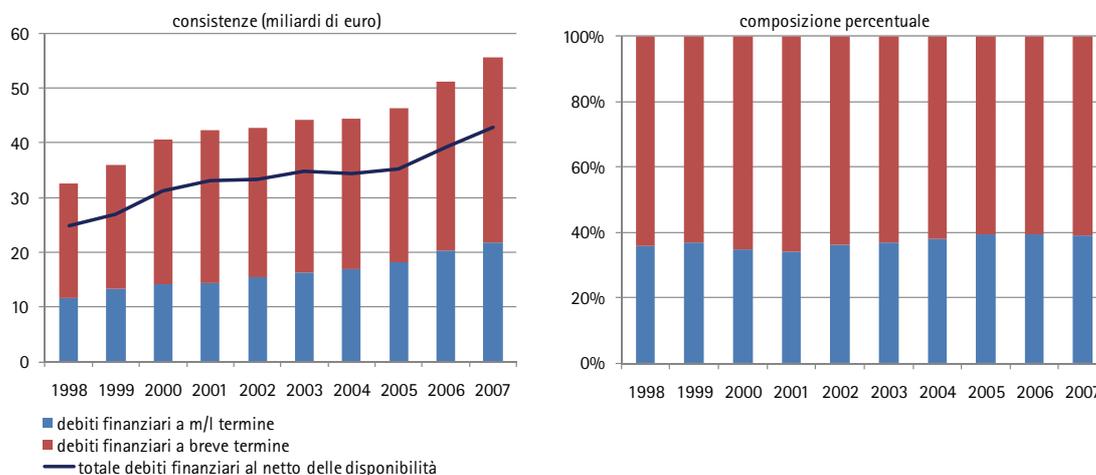
Fig. a2 – Risorse raccolte (+) e distribuite (-) agli azionisti di società quotate italiane

(miliardi di euro)



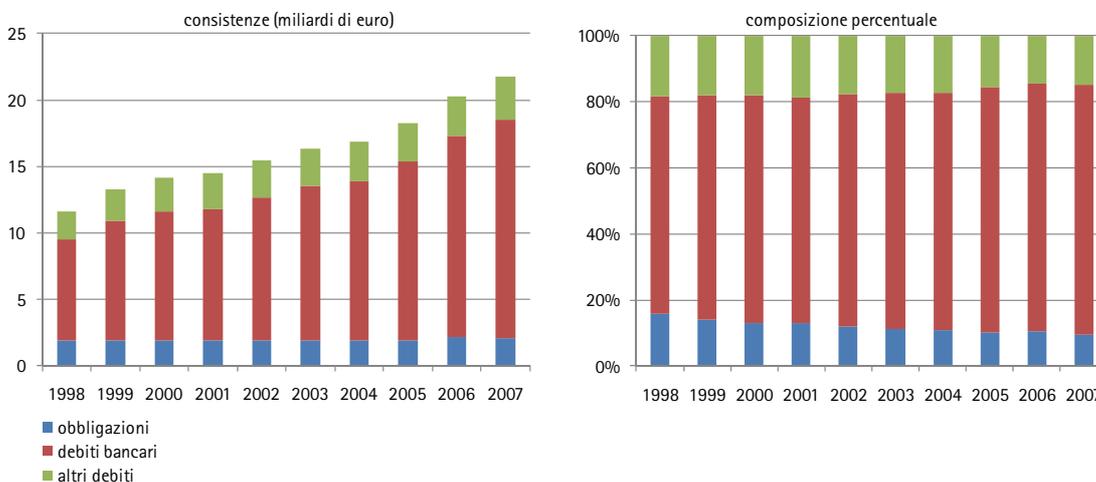
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Borsa Italiana e Thomson Reuters. L'indicatore di *de-equitisation* è dato dalla differenza fra le emissioni di nuovi titoli e la somma di dividendi, Opa e buy-back. Il dato relativo ai dividendi e ai *buy-back* per 2009 e 2010 è stimato.

Fig. a3 – Composizione debiti finanziari medie imprese (1998-2007)



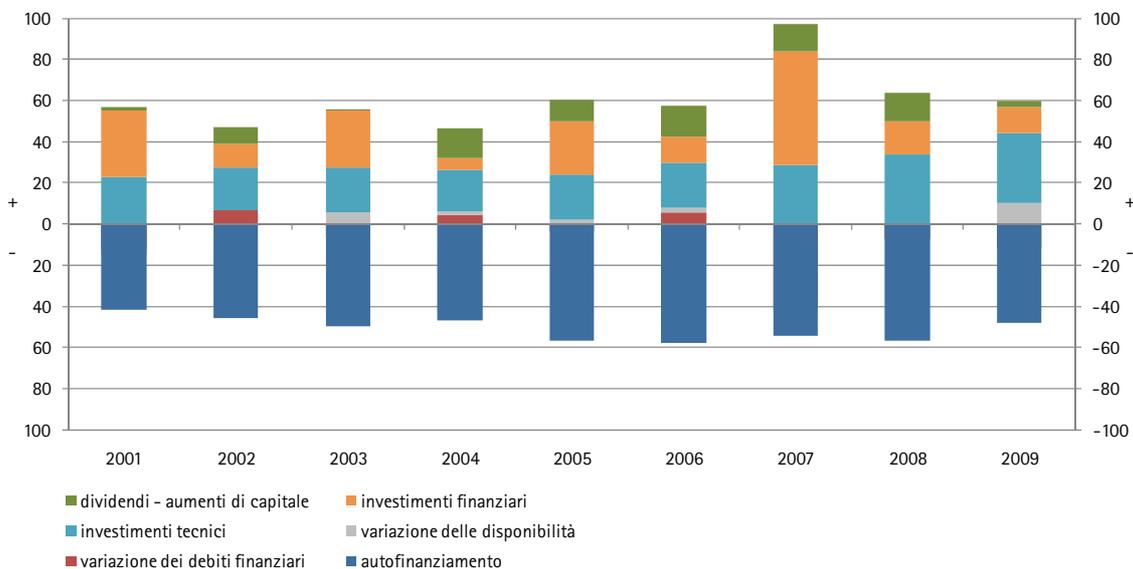
Fonte: “Le medie imprese industriali italiane”, ed. 2010. L’indagine è stata condotta dal Centro Studi di Unioncamere e dall’Ufficio Studi di Mediobanca.

Fig. a4 – Composizione del debito a medio/lungo termine delle medie imprese (1998-2007)



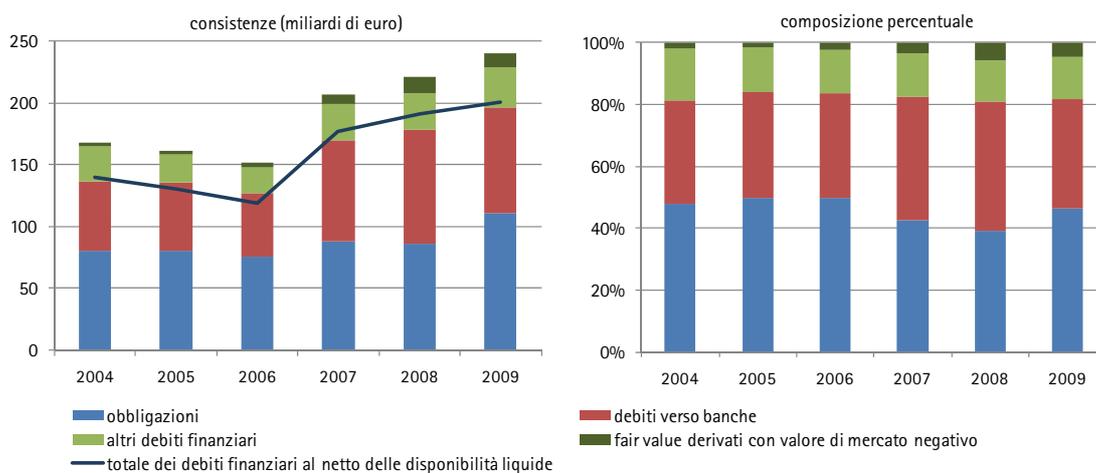
Fonte: “Le medie imprese industriali italiane”, ed. 2010. L’indagine è stata condotta dal Centro Studi di Unioncamere e dall’Ufficio Studi di Mediobanca.

Fig. a5 – Fonti (-) e impieghi (+) di risorse finanziarie per i grandi gruppi quotati non finanziari italiani



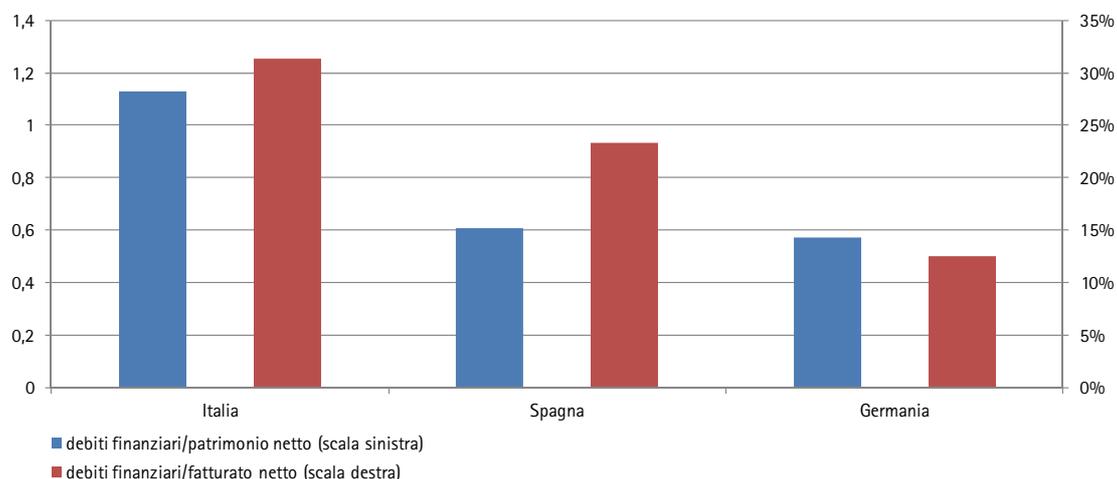
Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. I dati 2009 sono di fonte Worldscope.

Fig. a6 – Composizione debiti finanziari dei principali gruppi quotati non finanziari italiani



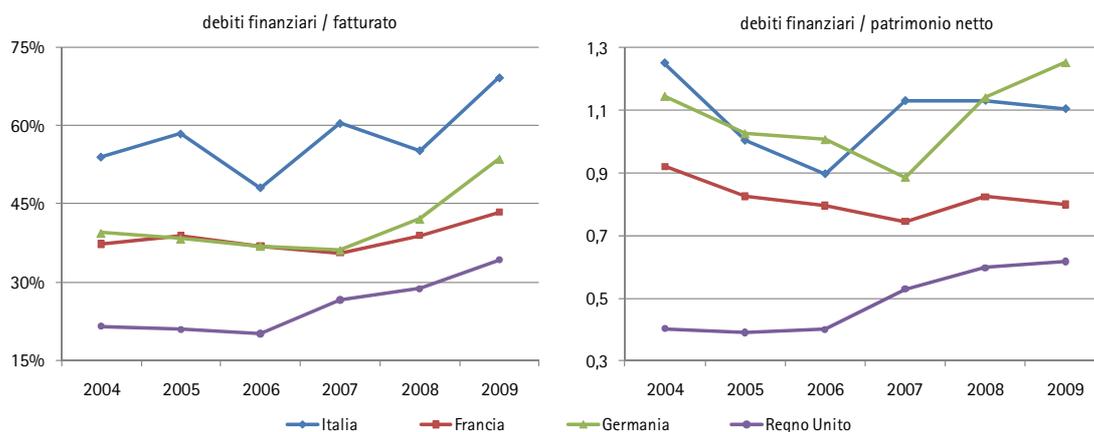
Fonte: elaborazione su bilanci consolidati.

Fig. a7 – Indicatori di indebitamento per le piccole medie imprese in alcuni paesi europei
(dati al 2006)



Fonte: “Medium-Sized Enterprises in Europe”, ed. 2010. L’indagine è stata condotta da R&S di Mediobanca, Confindustria e Unioncamere; l’Institut fur Mittelstandsforschun di Bonn e il Departamento de Economia Financiera y Contabilidad dell’Universidad Complutense de Madrid hanno curato i rapporti, rispettivamente, di Germania e Spagna.

Fig. a8 – Indicatori di indebitamento per i principali gruppi quotati in alcuni paesi europei



Fonte: elaborazione su dati Worldscope. Per la Francia, la Germania e il Regno Unito dati relativi alle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2010; per l’Italia i dati si riferiscono al campione dei principali gruppi quotati.

